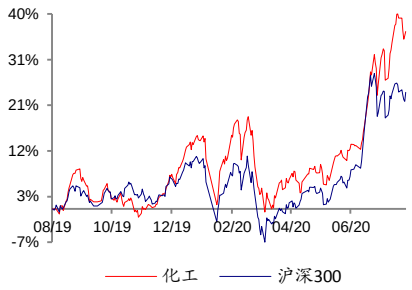
lax889889.com 299520.xyz

化工行业

无糖/低糖趋势明朗，代糖市场蓬勃发展

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2020-08-18

相对市场表现



分析师： 吴鑫然
SAC 执证号：S0260519070004
SFC CE No. BPW070
0755-88286915
wuxr@gf.com.cn
分析师： 何雄
SAC 执证号：S0260520050004
021-60750613
hexiong@gf.com.cn
请注意，何雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

化工行业:代糖市场空间大，新型甜味剂发展可期	2020-08-16
化工行业:低成本天然碱工艺具备资源壁垒	2020-08-09
化工行业:天然碱：国内纯碱行业潜在的低成本供给变量	2020-08-07

核心观点：

- **海外代糖品牌概况。**美国市场上主要的代糖品牌有善品糖（Splenda）、Sweet'N Low、怡口（Equal）、Truvia、Stevia In The Raw 和 Nutrasweet 等。欧洲市场上，英国消费人数最多的甜味剂品牌为 Canderel、Sweetex、Hermesetas 和 Splenda，法国的甜味剂市场则由 Canderel 和 Pure Via 主导。
- **全球对无糖/低糖产品的需求持续扩大，新上市的低糖/无糖产品数量大幅增加。**在饮食中控制糖分摄入的美国成年人比例达到了八成；全球糖尿病患病率不断增加，IDF 预计到 2030 年和 2045 年时将增至 5.8 亿和 7 亿；根据 Mintel 统计，2012-2018 年，拉丁美洲和亚太地区无糖/低糖产品数量复合增长率分别为 27%和 19%。
- **以甜菊糖为代表的天然甜味剂快速崛起。**欧美主要天然甜味剂品牌 Truvia、Stevia In The Raw、Pure Via 和 PureCircle 近年来销量快速增长；根据 Research and Markets 发布的报告，2020 年全球甜菊糖的市场规模将达到 5.7 亿美元，预计到 2027 年达到 10.0 亿美元。
- **在美国碳酸饮料市场持续萎缩的背景下，Coca-Cola Zero Sugar、Pepsi Zero Sugar 等品牌则更受到年轻消费者的青睐。**Coca-Cola Zero Sugar、Pepsi Zero Sugar、Diet Dr Pepper 和 Diet Mountain Dew 等品牌的消费者年龄更多集中在 18-29 岁和 30-49 岁，发展前景更为广阔。近年来欧盟无糖软饮的市场份额略有增长，其中英国市场的份额增长较多，德国的无糖软饮消费量保持稳定，而西班牙市场上各无糖饮料品牌的占有率变动较大。
- 国内无糖饮料销量增幅明显，本土品牌元气森林在过去三年内迅速走红。国内无糖碳酸类饮料的销售份额为由 2017 年的 2.2%增至 2019 年的 6.2%（《糖烟酒周刊》）；根据澎湃网报道，元气森林在 2020 年上半年的销售额超过 8 亿。
- **相关标的：金禾实业。公司食品添加剂业务持续增长，盈利能力稳定。**年报显示，2019 年公司精细化工品（主要为食品添加剂）销量为 2.21 万吨，同比增长 16%，食品添加剂业务毛利率为 43%，较 2018 年提升 0.28pct。**产业链配套日趋完善，降本增效提升产品竞争力，持续扩张不止步，剑指全球食品添加剂领域领先企业。**公司在 2019 年 12 月陆续披露了下一阶段重点项目的建设计划，其中三氯蔗糖及麦芽酚扩建项目若顺利完成，公司三氯蔗糖产能将进一步增至 8000 吨，麦芽酚产能将增至 9000 吨，公司行业地位将进一步稳固。
- **风险提示。**低糖/无糖食品及饮料需求增长不及预期；食品安全事件；甜味剂产品更新迭代风险；重大安全、环保事故。

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
和顺石油	603353.SH	CNY	72.50	2020/8/17	买入	76.00	1.97	2.54	36.8	28.5	30.0	23.9	10.9	12.1
苏博特	603916.SH	CNY	34.70	2020/8/17	买入	39.13	1.40	1.72	24.8	20.2	15.8	13.3	15.4	15.9
万润股份	002643.SZ	CNY	18.30	2020/8/16	买入	20.65	0.59	0.75	30.8	24.5	16.9	14.7	10.1	11.2
利尔化学	002258.SZ	CNY	23.67	2020/8/6	买入	24.94	1.00	1.39	23.7	17.0	11.4	9.1	12.7	14.5
新宙邦	300037.SZ	CNY	56.58	2020/7/30	买入	65.73	1.20	1.48	47.2	38.2	36.2	29.1	12.4	13.3
安迪苏	600299.SH	CNY	15.83	2020/7/30	增持	15.81	0.63	0.74	25.0	21.4	12.4	10.9	10.6	11.1
卫星石化	002648.SZ	CNY	19.87	2020/7/30	买入	20.96	1.31	2.51	15.2	7.9	12.9	9.1	11.9	17.1
新和成	002001.SZ	CNY	30.61	2020/6/22	增持	32.50	1.81	2.21	17.0	13.8	13.9	11.3	20.1	21.1
昊华科技	600378.SH	CNY	24.64	2020/5/6	买入	26.40	0.66	0.74	37.5	33.2	32.1	26.2	8.6	8.4
万华化学	600309.SH	CNY	67.19	2020/4/26	买入	43.18	2.54	4.38	26.5	15.4	15.6	9.9	15.1	21.2
桐昆股份	601233.SH	CNY	16.24	2020/4/28	买入	17.05	1.55	1.99	10.4	8.2	10.7	7.3	12.8	13.6
广信股份	603599.SH	CNY	17.14	2020/4/28	买入	18.00	1.20	1.67	14.2	10.3	9.6	6.5	9.5	11.0
利安隆	300596.SZ	CNY	37.60	2020/4/19	买入	41.56	1.66	2.11	22.6	17.8	16.5	13.2	15.2	16.1
醋化股份	603968.SH	CNY	17.40	2020/4/19	买入	19.56	1.30	1.54	13.3	11.3	8.2	7.2	14.9	15.0
百合花	603823.SH	CNY	17.49	2020/4/18	增持	23.81	0.95	1.17	18.4	15.0	11.2	9.1	15.6	16.3
金禾实业	002597.SZ	CNY	33.82	2020/3/15	买入	28.06	1.65	1.96	20.5	17.3	14.1	11.7	18.1	18.7
阳谷华泰	300121.SZ	CNY	10.39	2020/3/11	买入	11.52	0.64	0.81	16.3	12.8	10.6	8.4	12.9	14.1
雅克科技	002409.SZ	CNY	70.79	2020/2/6	买入	39.05	0.71	0.88	100.3	80.1	65.7	53.4	6.9	7.9
三友化工	600409.SH	CNY	5.61	2020/1/19	买入	7.35	0.47	0.51	11.9	11.1	5.5	4.8	7.6	7.6

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

目录索引

一、 欧美主要代糖品牌概况 6
(一) 欧美代糖市场概况 6
(二) 欧美主要代糖品牌简介 7
二、 海外代糖市场发展趋势 10
(一) 全球对无糖/低糖产品的需求持续扩大 10
(二) 以甜菊糖为代表的天然甜味剂快速崛起 13
三、 无糖/低糖饮料市场稳步发展 17
(一) 欧美主要无糖/低糖饮料品牌概况 17
(二) 无糖/低糖饮料发展趋势 19
四、 海外代糖代表企业 22
(一) 泰莱公司 22
(二) 坎伯兰包装公司 24
(三) MERISANT 公司 26
五、 相关标的：金禾实业 27
六、 风险提示 29

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表索引

图 1: 美国市场主要代糖品牌消费人数（百万）.....6
图 2: 英国市场主要人工甜味剂品牌消费人数（万）.....6
图 3: 法国市场主要代糖品牌消费人数（万）.....6
图 4: SPLENDA 原味甜味剂（左）与甜叶菊甜味剂（右）.....8
图 5: 2019 年美国成年人在饮食中正试图限制或避免摄入糖分的比例.....11
图 6: 部分国家和地区成年人（20-79 岁）糖尿病患病人数（百万）.....11
图 7: 2019 年全球成年人（20-79 岁）糖尿病患病人数（百万）.....11
图 8: 全球成年人（20-79 岁）糖尿病患病人数预测（百万）.....12
图 9: 2012-2018 年全球无糖/低糖产品数量年复合增长率（按地区）.....12
图 10: 2012-2018 年全球无糖/低糖产品数量年复合增长率（按产品）.....12
图 11: 甜菊糖产品：Truvia（左），Stevia In The Raw（中），Pure Via（右）.14
图 12: 全球推出含甜菊糖的食品和饮料产品的数量.....14
图 13: 2018 年全球含甜菊糖食品和饮料产品数量增长.....14
图 14: 2012-2017 年全球含甜菊糖产品的销量年复合增长率.....15
图 15: 2018 年美国食糖和甜味剂零售额（亿美元）.....15
图 16: Truvia 天然甜味剂在美国的零售额.....16
图 17: PureCircle 甜菊糖产品在全球的销售额.....16
图 18: 全球甜菊糖市场规模预测（百万美元）.....16
图 19: 2020-2027 年全球甜菊糖市场规模年复合增长率.....16
图 20: 2018 年美国主要碳酸饮料(CSD)品牌市场份额.....19
图 21: 2018 年美国常规、无糖碳酸饮料(CSD)市场份额.....19
图 22: 可口可乐公司净营运收入和无糖/低糖产品收入占公司总收入的比例.....20
图 23: 可口可乐公司和 Diet Coke 在美国的市场份额.....20
图 24: 2018 年部分欧洲国家无糖/低糖碳酸饮料的零售额（亿美元）.....21
图 25: 无糖/低糖饮料在欧洲（含英国）和英国的市场份额.....21
图 26: 德国无糖软饮料人均消费量(升).....21
图 27: 西班牙市场无糖/低糖可乐的消费人数（万）.....21
图 28: 国内无糖碳酸类饮料的销售份额.....22
图 29: 泰莱公司三氯蔗糖业务的营收情况.....24
图 30: 金禾实业精细化工品销量.....27
图 31: 金禾实业食品添加剂毛利率.....27
图 32: 金禾实业安赛蜜售价及成本变化.....28
图 33: 金禾实业三氯蔗糖售价及成本变化.....28

表 1: SPLENDA®旗下主要产品及其原料.....8
表 2: 坎伯兰包装公司(Cumberland Packing Corp.)旗下主要品牌.....8
表 3: 海外以阿斯巴甜为原料的代糖品牌的概况.....9
表 4: 欧美主要甜味剂品牌的产品及其制造商汇总.....10

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

表 5：欧美主要甜菊糖品牌的产品及其制造商汇总.....14
表 6：欧美主要无糖软饮品牌汇总.....19
表 7：泰莱公司及 Splenda 发展历程.....23
表 8：坎伯兰包装公司大事记.....25
表 9：Merisant 公司大事记.....27
表 10：公司三氯蔗糖项目效益情况.....28
表 11：金禾实业拟建项目情况.....29

liaohan.net nblax520.com

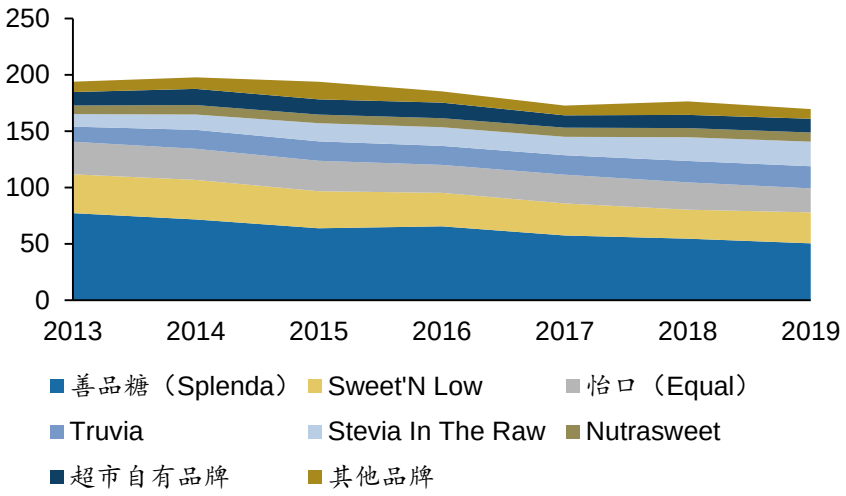
lax889889.com 299520.xyz

一、欧美主要代糖品牌概况

(一)欧美代糖市场概况

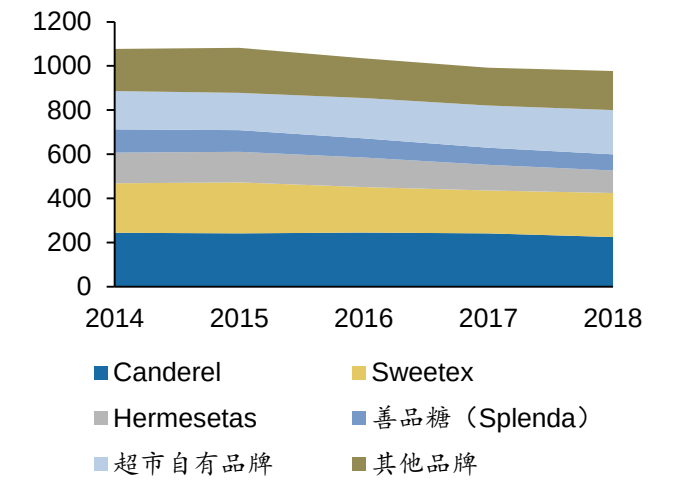
美国代糖市场的主要品牌有善品糖（Splenda）、Sweet'N Low、怡口（Equal）、Truvia、Stevia In The Raw和Nutrasweet等。2019年这些品牌的消费人数占比分别为31%、15%、14%、11%、12%和5%，近年来市场份额之和超过均85%。欧洲市场上，英国消费人数最多的甜味剂品牌为Canderel、Sweetex、Hermesetas和Splenda，占总市场的60%以上；法国的甜味剂市场则由Canderel和Pure Via主导，两品牌在2018年的消费人数占比超过70%。2018年，Canderel在英国和法国的市场份额分别为23.0%和50.8%。

图 1：美国市场主要代糖品牌消费人数（百万）



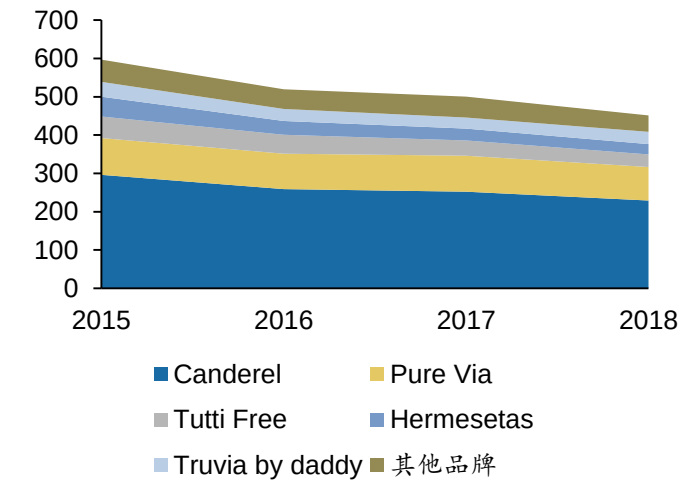
数据来源：MRI-Simmons；Statista，美国人口普查局，广发证券发展研究中心

图 2：英国市场主要人工甜味剂品牌消费人数（万）



数据来源：Kantar Media，广发证券发展研究中心

图 3：法国市场主要代糖品牌消费人数（万）



数据来源：Kantar Media，广发证券发展研究中心

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

上述品牌中，善品糖（Splenda）由Heartland Food products Group拥有，主要使用的甜味剂三氯聚糖由英国泰莱公司（Tate & Lyle）生产；Sweet'N Low和Stevia In The Raw为坎伯兰包装公司(Cumberland Packing Corp.)旗下的糖精和甜菊糖品牌；怡口（Equal）和Canderel是Merisant公司旗下以阿斯巴甜为基础的人造甜味剂品牌，Pure Via则是由百事可乐公司与Merisant的全资子公司Whole Earth甜味剂公司共同研发的甜菊糖品牌；Truvia是可口可乐公司和嘉吉公司（Cargill）联合开发甜菊糖品牌；NutraSweet原为孟山都公司（Monsanto）的子公司，后被Manus Bio收购；Hermesetas为Hermes甜味剂公司旗下的人工甜味剂品牌。

(二)欧美主要代糖品牌简介

1.Splenda

Splenda是美国公司Heartland Food Products Group旗下的甜味剂和低热量食品品牌，其主要使用的甜味剂三氯聚糖由英国泰莱公司（Tate & Lyle）生产。1976年，泰莱公司与伦敦大学伊丽莎白女王学院的研究人员发现了三氯蔗糖，随后泰莱公司与美国强生公司的子公司麦克尼尔营养品有限责任公司（McNeil Nutritionals LLC）合作开发了以三氯蔗糖为基础的产品。1998年美国政府批准使用三氯蔗糖，次年Splenda三氯聚糖产品进入美国市场。2004年4月，泰莱公司与McNeil Nutritionals重新达成协议，泰莱公司成为SPLENDA®三氯蔗糖的唯一制造商，并负责向食品和饮料制造商提供该产品作为配料的全球销售，而McNeil Nutritionals拥有SPLENDA®商标，并负责全球销售和市场营销。2006年，Splenda在美国的销售额达到2.12亿美元。2015年，总部位于美国的Heartland Food Group宣布从强生子公司McNeil Nutritionals手中收购Splenda。前者主要生产低热量甜味剂、营养饮料和饮料配料。

泰莱公司是一家总部位于英国的全球食品和饮料原料供应商，最初为制糖企业，从20世纪70年代开始多元化经营，在2010年剥离了制糖业务后已逐渐发展成为全球代糖行业的引领者。泰莱公司曾长期主导美国和欧洲的三氯蔗糖市场，专利到期后开始受到来自中国制造商的冲击，近年来的销售收入增长陷入停滞。2016年3月，为降低成本、提高盈利能力，泰莱公司对Splenda三氯蔗糖业务进行了重组，关闭了位于新加坡的工厂，将生产整合到美国阿拉巴马州的单一工厂。

Splenda产品的甜度和口感与蔗糖相似，且具有能量低、甜度高，甜味纯正以及高度安全等优点。Splenda产品的主要于饮料、乳制品甜点、糖果、调味汁和酱料、冰淇淋、加工过的水果和营养补充剂等领域，具体的产品包括原味甜味剂、咖啡奶精、甜茶等。除三氯蔗糖外，Splenda还推出了甜叶菊甜味剂和以阿洛酮糖为原料的糖尿病护理奶昔。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

表 1：SPLENDA®旗下主要产品及其原料

产品类型	主要甜味剂
SPLENDA®原味甜味剂	三氯蔗糖
SPLENDA®甜叶菊甜味剂	甜叶菊
SPLENDA®咖啡奶精	三氯蔗糖、安赛蜜
SPLENDA®液体甜味剂	三氯蔗糖
SPLENDA®甜茶	三氯蔗糖
SPLENDA®糖尿病护理奶昔	阿洛酮糖

数据来源：Splenda，广发证券发展研究中心

图 4：SPLENDA原味甜味剂（左）与甜叶菊甜味剂（右）

图片来源：Splenda，广发证券发展研究中心

2.Sweet 'N Low和Stevia In The Raw

Sweet'N Low和Stevia In The Raw均为坎伯兰包装公司(Cumberland Packing Corp.)旗下的甜味剂品牌。坎伯兰包装公司是一家成立于纽约布鲁克林的家族企业，主营食品制造和包装。坎伯兰包装公司近年来还推出了多种类型的甜味剂品牌，包括以罗汉果为原料的Monk Fruit In The Raw，以龙舌兰为原料的Agave In The Raw，以阿斯巴甜为原料的NatraTaste Blue，以三氯蔗糖为原料的NatraTaste Gold。

Sweet'N Low是一种粉红色包装、以糖精为基础的糖替代品，最早于1957年推出，最初仅在仅在餐馆和咖啡店销售。现Sweet 'N Low旗下的主要产品为零卡路里甜味剂、液体甜味剂和咖啡奶精等，主要原料仍为糖精。2008年，Stevia In The Raw甜菊糖作为餐桌甜味剂在美国上市，次年旗下的Baker's Bag上市，2017年推出有机甜叶菊产品。

表 2：坎伯兰包装公司(Cumberland Packing Corp.)旗下主要品牌

品牌	主要甜味剂原料
Sweet 'N Low®	糖精
Stevia In The Raw®	甜菊叶
Sugar In The Raw®	蔗糖
Monk Fruit In The Raw®	罗汉果
Agave In The Raw®	龙舌兰
NatraTaste Blue®	阿斯巴甜
NatraTaste Gold®	三氯蔗糖

数据来源：Cumberland Packing Corp.，广发证券发展研究中心

3.怡口（Equal）、Canderel和Pure Via

怡口（Equal）和Canderel是Merisant公司旗下以阿斯巴甜为基础的人造甜味剂品牌，Pure Via则是由百事可乐公司与Merisant的全资子公司Whole Earth甜味剂公司共同研发的甜菊糖品牌。Merisant公司是总部位于美国伊利诺伊州芝加哥的世界领先的零/低卡路里糖替代品制造商，其产品销往全世界90多个国家和地区。Merisant公司原为作为孟山都公司(Monsanto)的子公司，2009年因经营不善申请破产保护，后于2014年被MacAndrews & Forbes公司收购。除此以外，Merisant公司还曾拥有

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

品牌NutraSweet，在2000年孟山都决定退出甜味剂市场后，NutraSweet被出售给J.W. Childs公司。

怡口（Equal）旗下主要产品为袋装甜味剂、FLAVORS、PLUS、SPOONFUL、糖片、SUGARLY和咖啡奶精等，使用的主要甜味剂原料为阿斯巴甜，部分产品也使用了安赛蜜、三氯蔗糖和赤藓糖醇。Canderel是法国(1979年推出)和英国(1983年推出)最大的甜味剂品牌，其产品为以阿斯巴甜为主要甜味剂原料（部分产品还添加安赛蜜）的颗粒糖、糖片等。Pure Via的产品主要为袋装的甜菊糖颗粒和甜菊糖液。

表 3：海外以阿斯巴甜为原料的代糖品牌的概况

品牌	所属公司	概况
怡口（Equal）	Merisant 公司	1982 年首次在美国销售，现在新西兰、马来西亚、泰国、澳大利亚、南非和印度等国家也有销售。
Canderel	Merisant 公司	主要销往亚洲、欧洲、中东、非洲和墨西哥的大部分地区，是法国(1979 年推出)和英国(1983 年推出)主要的以阿斯巴甜为基础的甜味剂。
NutraSweet	Manus Bio 公司	原孟山都公司（Monsanto）子公司，最早推出阿斯巴甜产品。被 Manus Bio 公司收购后推出纽甜品牌 NutraSweet Neotame。
AminoSweet	味之素公司	味之素为世界最大的阿斯巴甜生产商之一，2000 年以 6700 万美元的价格从孟山都公司收购了阿斯巴甜业务，现产品主要销往北美、墨西哥和欧洲等，2014 年将法国甜味剂阿斯巴甜业务出售给 HYET 公司。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

4.Truvia

Truvia(也称truvía)是可口可乐公司和嘉吉公司（Cargill）联合开发的一种以甜菊糖为基础的代糖品牌。嘉吉公司成立于1865年，是美国收入最高的私人控股公司，其主要业务涉足农牧产品和食品加工工业等。2019年，嘉吉公司营业收入和利润为分别达到1135亿美元和28.2亿美元。

Truvia的产品是由甜菊叶提取物，赤藓糖醇和天然香料制成，主要作为餐桌上的甜味剂和食品配料进行销售。自2008年推出以来，Truvia天然甜味剂已经成为美国销量第二高的糖替代品，仅次于Splenda，超过了Equal和Sweet'n Low。目前Truvia在甜菊糖领域的主要竞争对手为Stevia In The Raw和Pure Via。

值得注意的是，嘉吉公司在2013年遭到两起集体起诉，被指责将Truvia作为“天然”甜味剂进行营销时具有欺骗性，因为甜菊叶提取物和赤藓糖醇是“深加工”的。虽然FDA对于使用“天然”作为食品资格认证的观点一直模棱两可，但嘉吉公司决定庭外和解。2014年，嘉吉公司以610万美元的赔偿了结了这一起因虚假和误导性广告而引发的集体诉讼。

5.NutraSweet

NutraSweet原为孟山都公司（Monsanto）的子公司，是最早推出阿斯巴甜产品的公司。NutraSweet的阿斯巴甜产品初期主要用作加工食品、饮料和药片的原料，1997年在美国开始作为餐桌甜味剂销售。2000年，孟山都公司将NutraSweet出售给私募

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

股权公司J.W. Childs。2018年7月，Manus Bio公司收购了位于佐治亚州奥古斯塔的原NutraSweet工厂后更新了工厂的基础设施，并推出了纽甜品牌NutraSweet Neotame。

6.Hermesetas

Hermesetas由Hermes甜味剂公司所拥有。Hermes公司于1904年在瑞士成立，1932年注册了“Hermesetas”商标后，其生产的以糖精为原料的甜味剂产品很快成为英国、北欧和南欧地区最受欢迎的甜味剂产品之一。在1988年时，公司推出以阿斯巴甜为原料的Hermesetas Gold系列，2010年时又推出以甜菊叶为原料的SteviaSweet系列。Hermesetas的主要产品有迷你糖，颗粒糖和液体糖，主要使用的甜味剂原料为糖精、甜蜜素和三氯蔗糖。

表 4：欧美主要甜味剂品牌的产品及其制造商汇总

品牌	所属公司	主要产品	主要甜味剂原料
善品糖（Splenda）	Heartland Food products	原味甜味剂，甜叶菊甜味剂，咖啡奶精，液体甜味剂，甜茶，糖尿病护理奶昔	三氯蔗糖为主，也使用甜叶菊、安赛蜜
Sweet'N Low	坎伯兰包装公司	零卡路里甜味剂，液体甜味剂，咖啡奶精	糖精
怡口（Equal）	Merisant 公司	袋装甜味剂，FLAVORS，PLUS，SPOONFUL，糖片，SUGARLY，咖啡奶精	阿斯巴甜为主，也使用安赛蜜、三氯蔗糖和赤藓糖醇
Truvia	可口可乐公司，嘉吉公司	袋装甜味剂，Spoonable，无卡路里袋，Sweet Complete，糖果甜味剂，黑糖混合，无卡路里有机液	甜菊叶，赤藓糖醇
Stevia In The Raw	坎伯兰包装公司	袋装甜菊糖，面包用甜菊糖，甜菊糖片，有机甜菊糖	甜菊叶
Nutrasweet	Manus Bio 公司		阿斯巴甜，纽甜
Canderel	Merisant 公司	Original、Sugarly 和 Sweetely 的颗粒、糖片，Zero 液体糖，甜菊糖	阿斯巴甜为主，也使用安赛蜜、甜叶菊
Hermesetas	Hermes 甜味剂公司	迷你糖，颗粒糖，液体糖	糖精，甜蜜素，三氯蔗糖
Pure Via	百事可乐公司，Merisant 公司	甜菊糖颗粒，甜菊糖液	甜叶菊

数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

二、海外代糖市场发展趋势

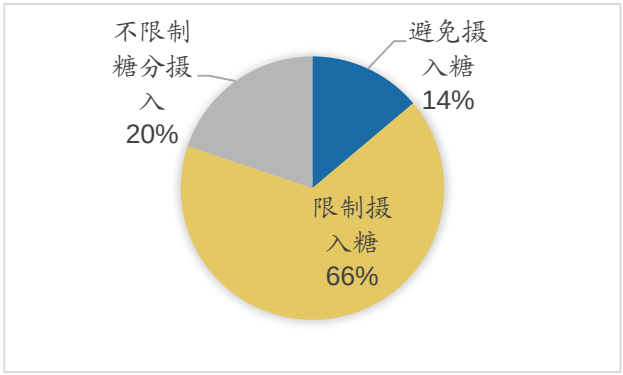
(一)全球对无糖/低糖产品的需求持续扩大

大部分美国人正试图限制饮食中的糖分摄入。根据IFIC和Greenwald & Associates在2019年对1012名美国成年人（18-80岁）的调查，在饮食中正试图限制（limit）和避免（avoid）摄入糖分的比例达到了八成，而完全不试图限制糖分摄入的比例仅为20%。

liaohan.net nblax520.com

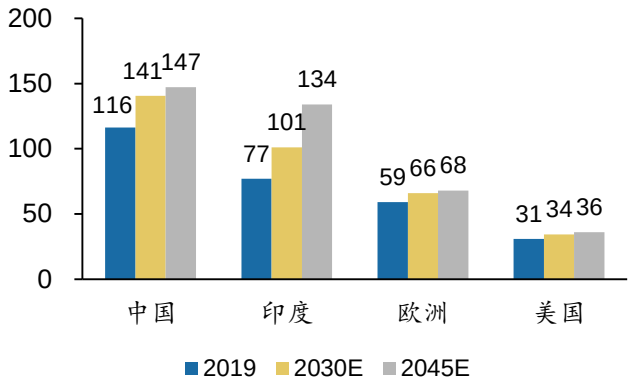
lax889889.com 299520.xyz

图 5：2019年美国成年人在饮食中正试图限制或避免摄入糖分的比例



数据来源：IFIC，Greenwald & Associates，广发证券发展研究中心

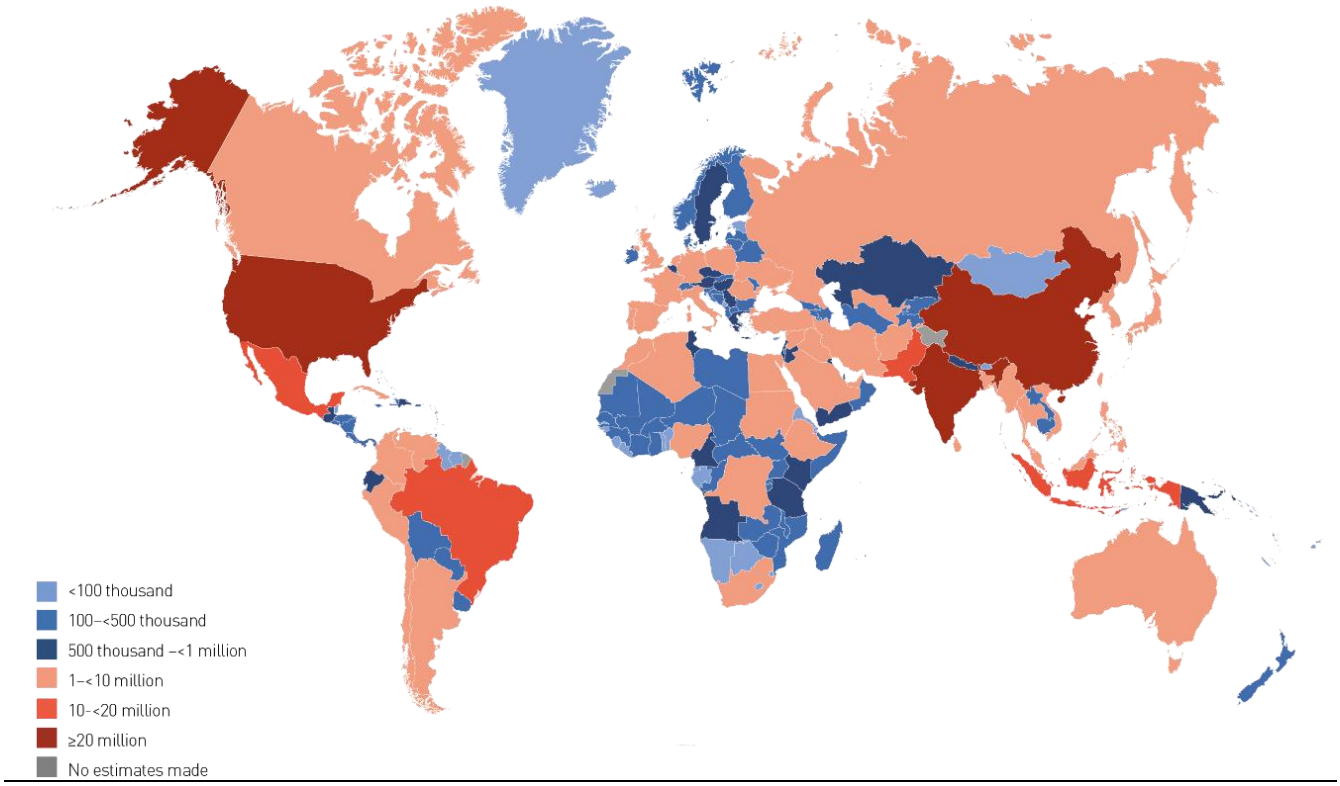
图 6：部分国家和地区成年人（20-79岁）糖尿病患病人数（百万）



数据来源：IDF，广发证券发展研究中心

全球糖尿病患病率不断增加。根据国际糖尿病联盟（IDF）发布的《2019年IDF糖尿病图集(第九版)》（IDF DIABETES ATLAS Ninth edition 2019），2019年全球糖尿病患病人数(20-79岁)已达4.63亿，预计到2030年和2045年时将增至5.78亿和7亿。从地区上看，2019年至2045年非洲、中东与北非和东南亚患病人数增幅最大，分别达到了143%、96%和74%。至2045年时，全球糖尿病患者人数最多的中国、印度和美国将分别达到1.47亿、1.34亿和3600万。

图 7：2019年全球成年人（20-79岁）糖尿病患病人数（百万）

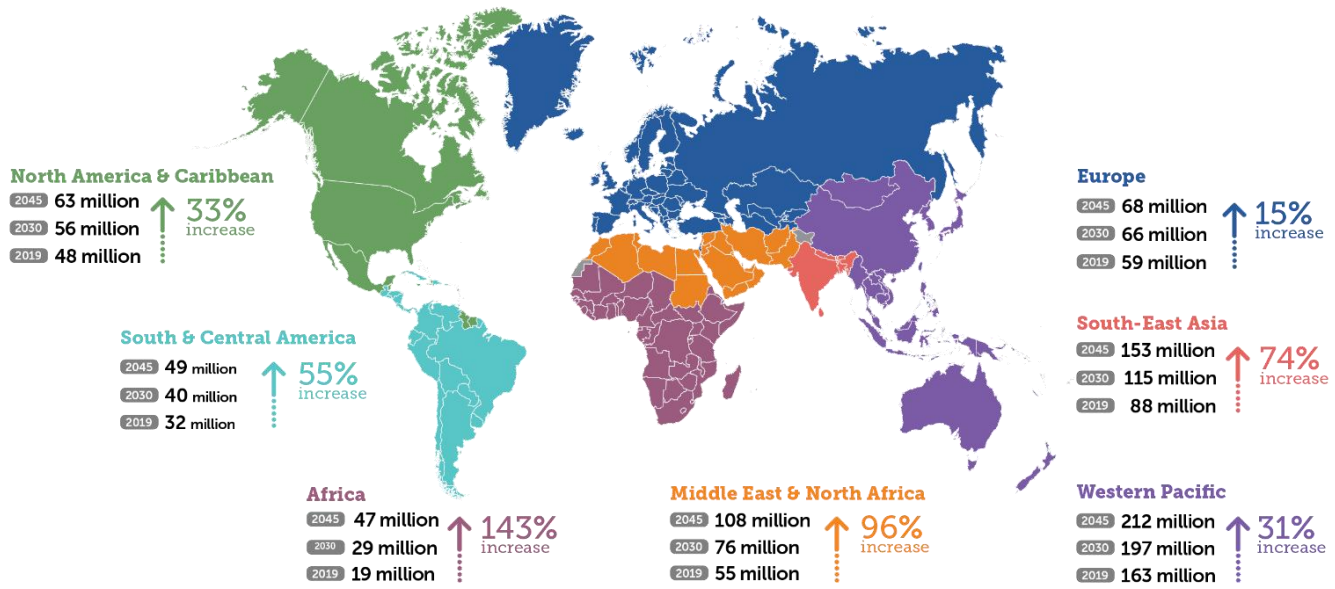


数据来源：IDF，广发证券发展研究中心

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

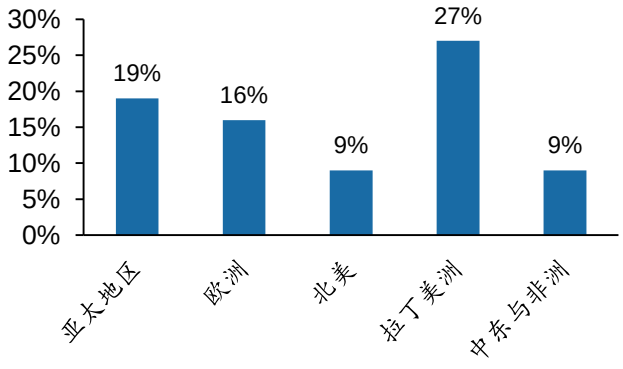
图 8：全球成年人（20-79岁）糖尿病患病人数预测（百万）



数据来源：IDF，广发证券发展研究中心

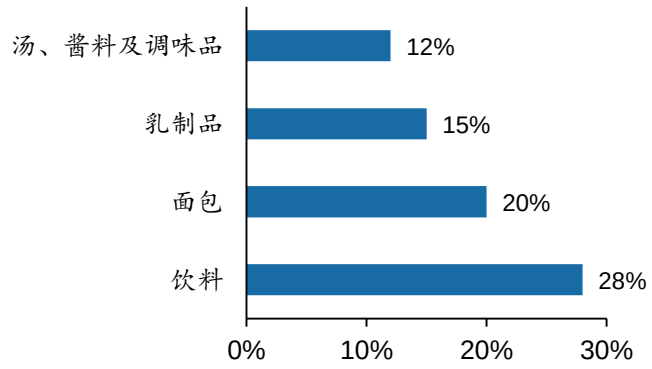
2012-2018年，全球上市的低糖/无糖产品数量大幅增加。根据Mintel的统计，从地区上看，2012-2018年，拉丁美洲和亚太地区低糖/无糖产品数量年复合增长率分别为27%和19%，其后的欧洲和北美也分别有16%和9%的年复合增长率；从产品类型上看，全球上市的无糖/低糖的饮料、面包和乳制品数量年复合增长率分别为28%、20%和15%。

图 9：2012-2018年全球无糖/低糖产品数量年复合增长率（按地区）



数据来源：Mintel，广发证券发展研究中心

图 10：2012-2018年全球无糖/低糖产品数量年复合增长率（按产品）



数据来源：Mintel，广发证券发展研究中心

综上所述，随着人们对健康的日益重视和糖尿病患病人数的激增，无糖/低糖产品在长期存在较大的需求。最初两代人工甜味剂糖精和甜蜜素因为安全问题而饱受质疑，已经逐渐被淘汰或进入低端市场。而对于阿斯巴甜、安赛蜜和三氯蔗糖，尽管已有

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

大量的研究证明其安全性，但由于人们对化工产品的固有印象和误解，长期的增长仍存在较大的不确定性。甜菊糖和罗汉果甜苷等从天然植物中提取的甜味剂，在满足人们减糖和糖尿病特殊需求的情况下，通过以“绿色”“纯天然”为卖点，在未来有较大的市场空间。

(二)以甜菊糖为代表的天然甜味剂快速崛起

1.甜菊糖产品的商业化进程

甜菊糖(Stevioside)又称甜菊苷，是从甜叶菊（Stevia Rebaudia）叶子中提取出的一种糖苷。甜菊糖的热量低，甜度为蔗糖的200~300倍，带有轻微苦涩味。甜叶菊是原产于巴拉圭和巴西菊科植物，现在中国、新加坡、马来西亚等国家也有种植。

日本是最早大规模使用甜菊糖的国家。20世纪70年代初，可口可乐在其配方中逐渐减少了糖精和甜蜜素等甜味剂的使用，甜菊糖作为一种替代品开始在日本出现。日本第一个商业化的甜菊糖甜味剂是由日本森田化学工业株式会社于1971年生产，此后甜菊糖广泛应用于日本的食品、软饮料和餐桌领域。20世纪80年代中期，甜菊糖在美国天然食品和保健食品行业中广受欢迎，开始被添加到茶叶和减肥混合物中。2006年，日本的甜菊糖消费量位居世界第一，甜菊糖占其甜味剂市场约40%的份额。

2008年开始，欧美主要甜菊糖品牌Truvia、Pure Via和Stevia In The Raw相继推出。2007年,可口可乐公司推出了甜菊衍生甜味剂Rebiana，并计划将其用作食品添加剂。2008年5月，可口可乐和嘉吉公司宣布推出了以赤藓糖醇和Rebiana为原料的甜菊糖品牌Truvia，7月份百事可乐公司与Merisant的全资子公司Whole Earth甜味剂公司推出了Pure Via。同年，坎伯兰包装公司旗下的品牌Stevia In The Raw也在美国上市。2008年12月，美国食品药品监督管理局（FDA）批准将Rebiana用于食品添加剂领域。2011年欧盟批准了甜菊糖的使用。2013年开始，含甜叶菊甜味剂的可口可乐Life在世界各国推出。2016年，甜菊糖制造商PureCircle（现由Ingredion Incorporated的子公司Ingredion SRSS拥有）宣称提取出新的不带苦味的甜菊糖苷——Reb D和Reb M。

我国是全球最大的甜菊糖出口国，但目前甜菊糖在我国食品饮料中的应用还不多。我国从20世纪70年代末开始种甜叶菊，2006年成为全球最大的甜菊糖出口国，现国内甜菊糖产量约占全世界总产量的八成。美国是我国甜叶菊的主要出口目的地，占出口总量的1/3。目前甜菊糖在我国食品饮料中的应用还不多，我国比较早开始使用甜菊糖的产品包括统一旗下的小茗同学和农夫山泉的茶π等。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 11：甜菊糖产品：Truvia（左），Stevia In The Raw（中），Pure Via（右）

图片来源：Truvia，Stevia In The Raw，Pure Via，广发证券发展研究中心

表 5：欧美主要甜菊糖品牌的产品及其制造商汇总

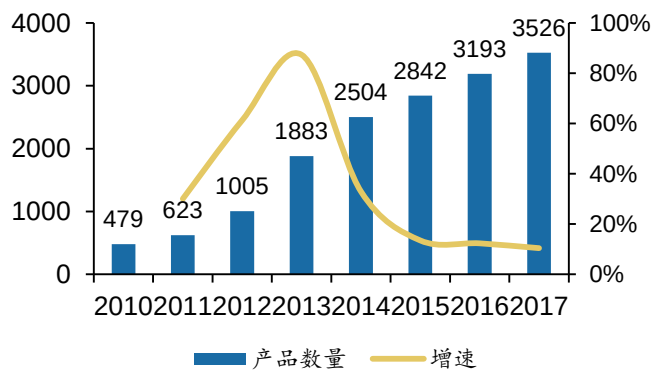
品牌	所属公司	主要产品	主要甜味剂原料
Truvia	可口可乐公司，嘉吉公司	袋装甜味剂，Spoonable，无卡路里袋，Sweet Complete，糖果甜味剂，黑糖混合，无卡路里有机液	甜菊叶，赤藓糖醇
Stevia In The Raw	坎伯兰包装公司	袋装甜菊糖，面包用甜菊糖，甜菊糖片，有机甜菊糖	甜菊叶
Pure Via	百事可乐公司，Merisant 公司	甜菊糖颗粒，甜菊糖液	甜叶菊
PureCircle	Ingredion Incorporated	甜菊糖供应商，提供 Reb M 和 Reb D 等高档甜菊糖产品	甜叶菊

数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

2.甜菊糖产品发展迅速，市场空间广阔

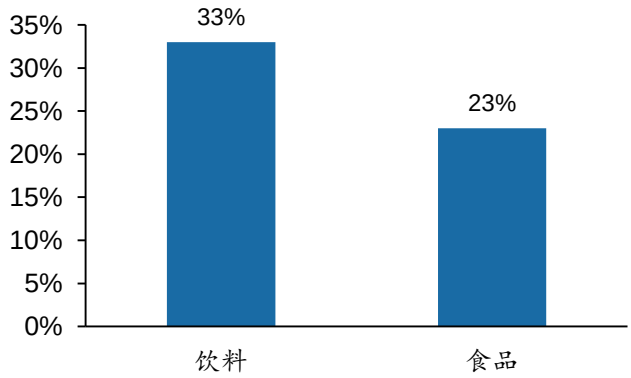
近年来甜菊糖产品大量上市，在人工甜味剂市场不断萎缩的情况下实现了销量的逆势增长。从产品数量上看，根据英敏特（Mintel）和PureCircle的统计，2017年全球推出含甜菊糖的食品和饮料产品的数量达到3526件，是2010年的7.4倍。2012年，添加甜菊糖的产品还占不到全球代糖食品的1/4，但在2017年8月份已经达到27%，超过了原本最被广泛使用的人工甜味剂阿斯巴甜。2018年，全球上市的含甜菊糖在饮料和食品的产品数量又分别增长了33%和23%。

图 12：全球推出含甜菊糖的食品和饮料产品的数量



数据来源：Mintel，PureCircle，广发证券发展研究中心

图 13：2018年全球含甜菊糖食品和饮料产品数量增长



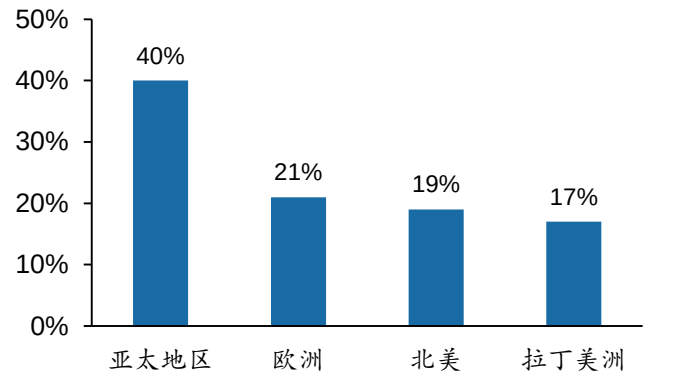
数据来源：Mintel，GlobeNewswire，广发证券发展研究中心

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

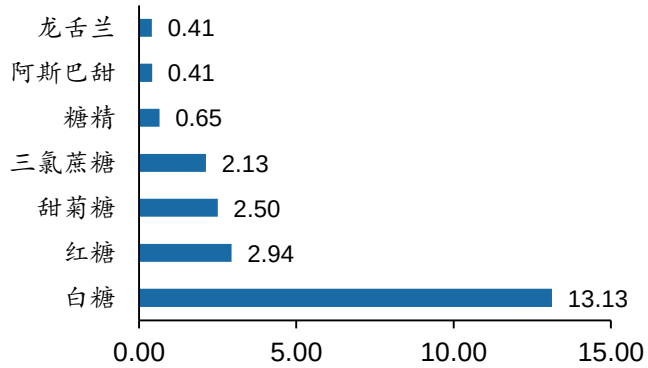
从销量的角度，根据Foodnavigator的报告，2012至2017年间亚太地区含甜菊糖的产品销量增长了40%，欧洲、北美和拉丁美洲也分别有21%、19%和17%的增幅。Store Brands和Nielsen的数据显示，2018年甜菊糖在美国的销售额增加了12%，其零售额仅次于白糖和红糖，成为美国食糖和甜味剂市场的第三大糖类产品，超过了三氯蔗糖、糖精和阿斯巴甜等人工甜味剂。

图 14：2012-2017年全球含甜菊糖产品的销量年复合增长率



数据来源：Foodnavigator，广发证券发展研究中心

图 15：2018年美国食糖和甜味剂零售额（亿美元）



数据来源：Store Brands，Nielsen，广发证券发展研究中心

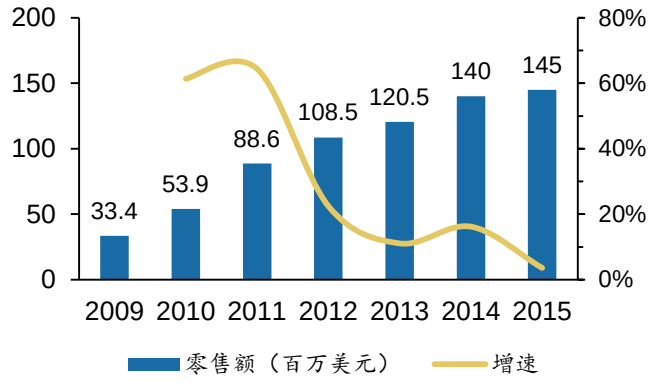
欧美主要天然甜味剂品牌Truvia、Stevia In The Raw、Pure Via和PureCircle近年来快速崛起。这些品牌的产品主要以甜叶菊提取物甜菊糖作为蔗糖替代品，部分系列也使用罗汉果提取物。从消费人数的角度，Truvia和Stevia In The Raw在美国消费人数分别从2013年的1342万和1114万增至2019年的1965万和2182万，增幅达到46.4%和95.9%；从销售额的角度，从2009年至2015年，Truvia天然甜味剂在美国的销售额从3340万美元增加至1.45亿美元，增幅高达334%。Pure Via自2019年中旬在英国推出以来已成为该国增长最快的天然甜味剂品牌之一，其在法国天然甜味剂市场的份额更是达到了70%。此外，美国甜菊糖品牌PureCircle在2018年的销售额达到1.31亿美元，几乎是2012年3倍。

除上述品牌外，可口可乐和百事可乐也分别推出了甜菊糖和糖混合制成饮料可口可乐Life和百事NEXT，泰莱公司则于2018年推出了基于甜菊的新型甜味剂品牌Tasteva® M，2020年该公司甜菊糖业务销售收入的年增幅达到了23%。

liaohan.net nblax520.com

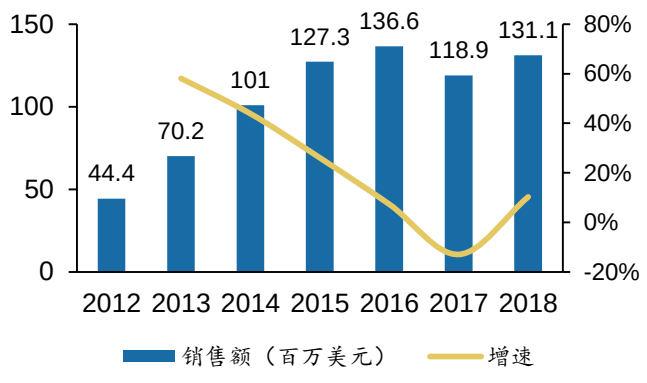
lax889889.com 299520.xyz

图 16：Truvia天然甜味剂在美国的零售额



数据来源：Statista，Business Insider，广发证券发展研究中心

图 17：PureCircle甜菊糖产品在全球的销售额

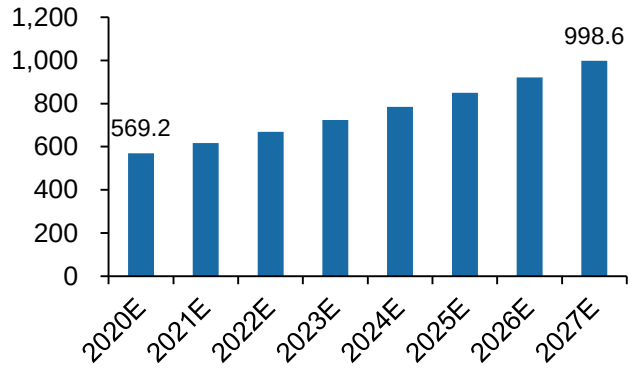


数据来源：PureCircle，广发证券发展研究中心

预计未来几年甜菊糖产品的市场规模将继续扩大。Research and Markets在2020年7月发布的报告显示，在考虑COVID-19疫情冲击的情况下，2020年全球甜菊糖的市场规模将达到5.692亿美元，预计到2027年达到9.986亿美元，2020年至2027年间的复合年增长率为8.4%。其中，饮料行业复合年增长率将达到8.8%，预计到2027年的市场规模将达到3.843亿美元。乳制品部门和面包与糖果部门的复合年增长率预计为9.1%和7.4%。

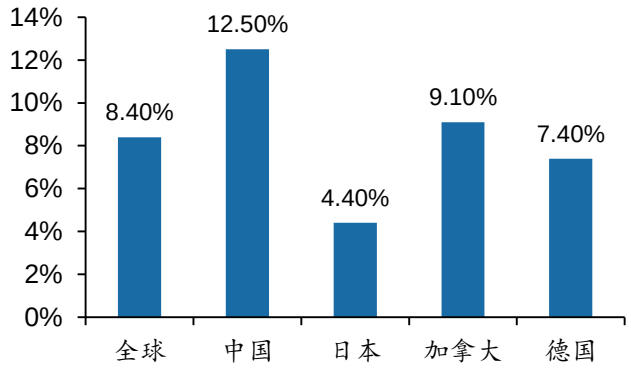
2020年美国的甜菊糖市场规模估计为1.537亿美元，中国为9940万美元。预计到2027年中国的甜菊糖市场规模将达到2.267亿美元，复合年增长率为12.5%。其他国家中，日本、加拿大和德国在2020-2027年的复合年增长率分别预计分别为4.4%、7.4%和5.3%。

图 18：全球甜菊糖市场规模预测（百万美元）



数据来源：Research and Markets，广发证券发展研究中心

图 19：2020-2027年全球甜菊糖市场规模年复合增长率



数据来源：Research and Markets，广发证券发展研究中心

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

三、无糖/低糖饮料市场稳步发展

(一)欧美主要无糖/低糖饮料品牌概况

1.无糖可口可乐系列

Diet Coke或Coca-Cola light(健怡可口可乐)是可口可乐公司推出的是一款不含糖、不含热量的碳酸饮料。这款产品最初于1982年8月9日在美国上市,是继1886年可口可乐商标使用之后的第一个延伸品牌。根据可口可乐公司的说法,“健怡可口可乐使用的甜味剂是根据每个国家的消费者偏好而制定的。”健怡可口可乐主要使用的甜味剂为阿斯巴甜,但在部分国家还添加了甜蜜素、安赛蜜、三氯蔗糖。目前,健怡可口可乐是可口可乐公司最大并且最成功的品牌之一,产品在世界上超过150个市场都有售卖。

Coca-Cola Zero Sugar或Coke Zero(零度可口可乐)是可口可乐公司于2005年上市的产品,至2007年品牌年销售额即超过10亿美元。零度可口可乐的味道与标准可口可乐更接近,而健怡可乐的味道则与二者区别较大。但与健怡可口可乐一样,零度可口可乐与所使用的甜味剂的确切组合因市场而异。例如,美国零度可口可乐使用的甜味剂为阿斯巴甜和安赛蜜,中国的健怡、零度可口可乐还添加了三氯蔗糖。在部分欧洲、拉美国家,零度可口可乐还添加了甜蜜素。

Diet Coke和Coca-Cola Zero Sugar外,可口可乐还推出了Diet Coke Feisty Cherry。该系列源自1986年推出Diet Cherry Coke,2005年更名为Diet Coke Cherry,并于2018年再次更名为Diet Coke Feisty Cherry。

2.无糖百事可乐系列

Diet Pepsi或Pepsi Light是百事可乐公司于1964年推出的无糖碳酸饮料。可口可乐公司于1982年推出了Diet可口可乐,此后一直是Diet Pepsi的主要竞争产品。2013年12月,Diet Pepsi将其甜味剂由阿斯巴甜改为三氯蔗糖。2015年,部分消费者在Facebook和Twitter上发飙了最、对新配方不满。作为回应,百事可乐于2016年9月将其阿斯巴甜配方恢复为Diet Pepsi Classic Sweetener Blend,并与新配方一起出售。百事可乐随后宣布了将百事可乐的甜味剂从三氯蔗糖转变为阿斯巴甜的计划。新配方于2018年2月25日在全球范围内发布。

Diet Pepsi Max于2007年6月1日在美国推出,并于2008年3月在加拿大推出。“Diet”在2009年初从名称中删除。在2016年秋季,百事可乐宣布将从Pepsi Max更名为Pepsi Zero Sugar,并于2020年推出了新徽标。Pepsi Zero Sugar的主要甜味剂成分为阿斯巴甜和安赛蜜等。

3.Diet Dr Pepper

Diet Dr Pepper是碳酸饮料品牌胡椒博士(Dr Pepper)推出的无糖饮料,主要甜味剂为阿斯巴甜。Keurig Dr Pepper是一家美国饮料制造商,前身为Green Mountain Coffee Roasters(1981-2014年)和Keurig Green Mountain(2014-2018年)。2018年Keurig Green Mountain以187亿美元的价格收购Dr Pepper Snapple集团,合并后

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

的公司更名为Keurig Dr Pepper。Diet Dr Pepper最初可追溯到1962年(罐装)和1963年（瓶装）问世的Dietetic Pepper，1966年更名为Sugar Free Dr Pepper，1987年再更改为Diet Dr Pepper。在2006年Diet Dr Pepper被《饮料摘要》杂志评为第十大最畅销的苏打水。

4.Diet Mountain Dew

Diet Mountain Dew是百事可乐旗下碳酸饮料品牌Mountain Dew于1988年推出的无糖饮料。1964年百事可乐从可口可乐旗下Tip公司中收购了Mountain Dew品牌和生产权。截至2017年，Mountain Dew占美国碳酸饮料市场的6.6%份额。Diet Mountain Dew使用的甜味剂为阿斯巴甜和三氯蔗糖。

5.Diet 7 Up

Diet 7 Up是百事可乐旗下柠檬味汽水饮料品牌七喜（7 Up）于1988年推出的无糖版本。Diet 7 Up最初可追溯至1963年上市的无糖汽水品牌Like，该品牌由于美国政府禁止甜蜜素而于1969年停产，经重新配制后于1970年重新引入Diet 7 Up。Diet 7 Up主要使用的甜味剂为阿斯巴甜，中间曾一度改回三氯蔗糖，后又重新改回阿斯巴甜。七喜公司的一项全国性研究结果表明人们更喜欢阿斯巴甜而非三氯蔗糖。

6.Sprite Zero Sugar

Sprite Zero Sugar或Sprite Light是柠檬味汽水饮料雪碧（Sprite）的无糖版本，也是可口可乐“零糖”产品系列中的饮料之一。Sprite Zero Sugar最初可追溯至1974年上市的Sugar Free Sprite，1983年更名为Diet Sprite。2002年起，该系列在全球统一更名为Sprite Zero，以对应可口可乐公司推出Fanta Zero和Coca-Cola Zero。2019年，该系列再次更名为Sprite Zero Sugar。2016年和2018年，可口可乐公司在中国市场分别推出了“零卡雪碧”和“雪碧纤维+”，后者选择阿斯巴甜为主要甜味剂，辅以安赛蜜和三氯蔗糖，无糖、健康是其主要卖点。

7.Sierra Mist Zero Sugar

Sierra Mist Zero Sugar是柠檬味汽水饮料品牌Sierra Mist于推出的无糖版本。Sierra Mist由百事可乐于1999年推出，该品牌旨在与可口可乐公司的雪碧（Sprite）和Keurig Dr Pepper的七喜（7 Up）竞争。2000年，百事可乐推出Diet Sierra Mist，几经易名后，该系列的当前的名称为Sierra Mist Zero Sugar，使用人工甜味剂三氯蔗糖和安赛蜜。

8.Fanta Zero

Fanta Zero（芬达零卡）是可口可乐旗下的水果味碳酸饮料品牌芬达（Fanta）的无糖版本。Fanta Zero使用的甜味剂为阿斯巴甜、安赛蜜和三氯蔗糖。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

表 6：欧美主要无糖软饮品牌汇总

名称	所属品牌	制造商	甜味剂
Diet Coke 或 Coca-Cola light	可口可乐	可口可乐	阿斯巴甜，安赛蜜、三氯蔗糖等
Coca-Cola Zero Sugar 或 Coke Zero	可口可乐	可口可乐	阿斯巴甜为主，安赛蜜等
Diet Coke Feisty Cherry（曾用 Diet Coke Cherry）	可口可乐	可口可乐	阿斯巴甜，安赛蜜
Diet Pepsi 或 Pepsi Light	百事可乐	百事可乐	阿斯巴甜，三氯蔗糖
Pepsi Zero Sugar（曾用 Pepsi Max ）	百事可乐	百事可乐	阿斯巴甜，安赛蜜
Diet Dr Pepper	胡椒博士	Keurig Dr Pepper（美国），可口可乐（欧洲，韩国），百事可乐（加拿大，大洋洲）	阿斯巴甜
Diet Mountain Dew	Mountain Dew	百事可乐	阿斯巴甜，三氯蔗糖
Diet 7 Up	七喜	Keurig Dr Pepper（美国），百事可乐（美国以外）	阿斯巴甜，安赛蜜
Sprite Zero Sugar 或 Sprite Light	雪碧	可口可乐	阿斯巴甜，安赛蜜
Fanta Zero	芬达	可口可乐	阿斯巴甜，安赛蜜，三氯蔗糖
Sierra Mist Zero Sugar（曾用 Diet Sierra Mist）	Sierra Mist	百事可乐	阿斯巴甜，安赛蜜

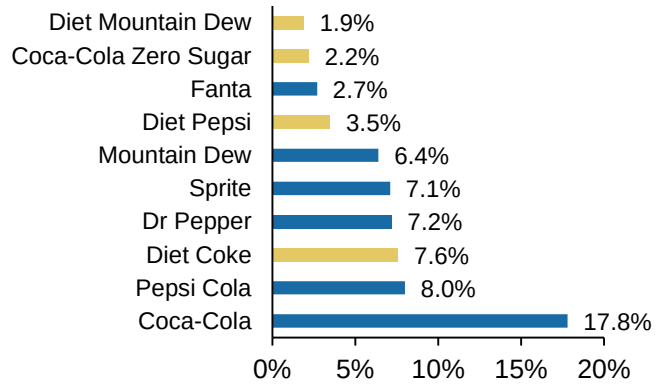
数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

（二）无糖/低糖饮料发展趋势

1.美国市场无糖饮料市场分析

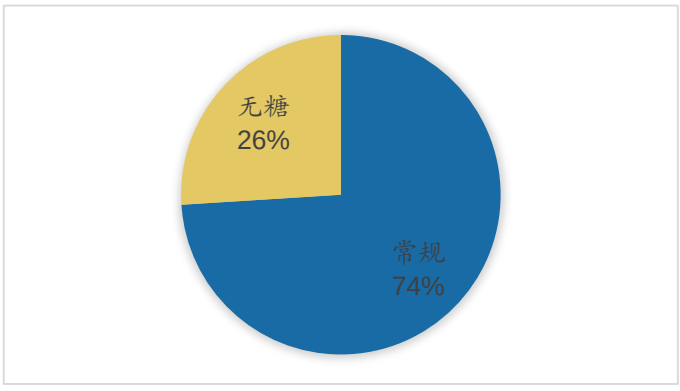
无糖饮料品牌在美国前十的碳酸饮料品牌中占4席，总市场份额超过四分之一。根据美国《饮料文摘》（Beverage Digest）的数据，2018年美国销量前十的碳酸饮料品牌在碳酸饮料市场的份额为64.4%，其中无糖碳酸饮料品牌Diet Coke、Diet Pepsi、Coca-Cola Zero Sugar和Diet Mountain Dew分列第3、7、9、10为，总计市场份额15.2%。计入其他小品牌的情况下，无糖碳酸饮料品牌在美国市场的份额达到26%。

图 20：2018年美国主要碳酸饮料(CSD)品牌市场份额



数据来源：Beverage Digest，广发证券发展研究中心

图 21：2018年美国常规、无糖碳酸饮料(CSD)市场份额



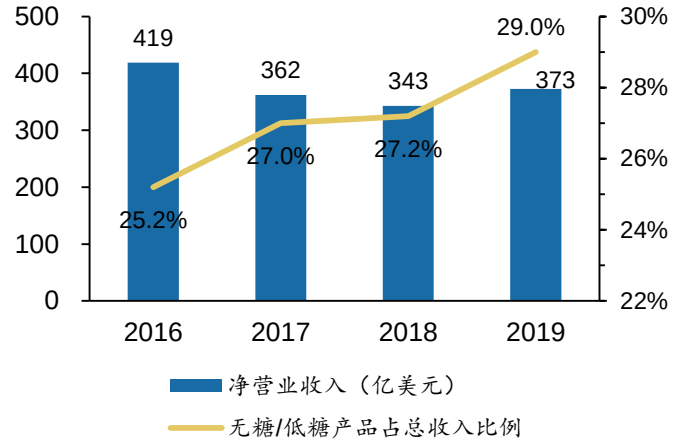
数据来源：Beverage Industry Magazine，Beverage Marketing Corporation，广发证券发展研究中心

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

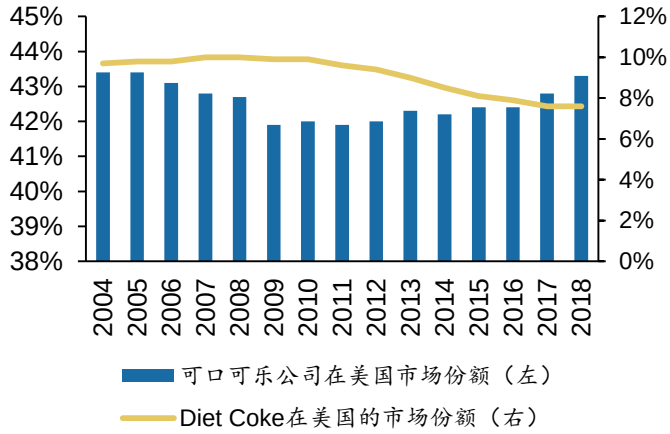
Coca-Cola Zero Sugar、Pepsi Zero Sugar、Diet Dr Pepper和Diet Mountain Dew等品牌更受到年轻消费者的青睐。尽管当前的消费人数不及Diet Coke和Diet Pepsi，但这些品牌的消费者年龄更多地集中在18-29岁和30-49岁，未来将有更大的增长空间。就可口可乐公司内部而言，2018年和2019年Coca-Cola Zero Sugar在全球的销量均实现了两位数的增速，且雪碧和芬达等的无糖/低糖碳酸饮料也强劲表现。因此，在Diet Coke的美国市场份额不断下降的情况下，无糖/低糖产品在可口可乐公司全球净营业收入的占比仍从2016年的25.2%升至2019年的29%。此外，从2006年至2018年，Diet Mountain Dew和Diet Dr Pepper的市场份额分别增加0.4%和0.2%，保持了相对稳定。

图 22：可口可乐公司净营运收入和无糖/低糖产品收入占公司总收入的比例



数据来源：可口可乐公司年报，广发证券发展研究中心

图 23：可口可乐公司和Diet Coke在美国的市场份额



数据来源：可口可乐公司，广发证券发展研究中心

2.欧洲市场无糖饮料市场分析

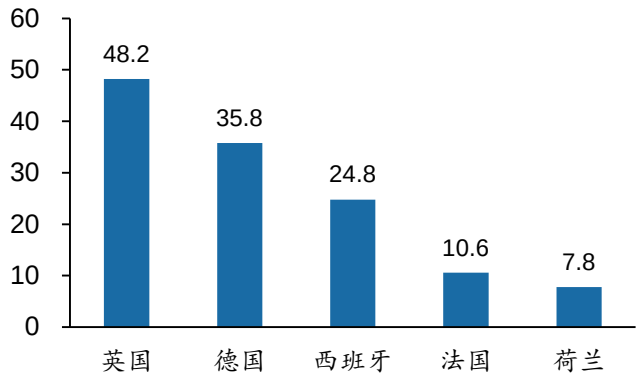
英国、德国和西班牙是欧洲无糖/低糖碳酸饮料销量最高的三个国家。根据加拿大农业和农业食品部和GlobalData在2018年的调查数据，在欧洲无糖/低糖碳酸饮料市场中，英国、德国和西班牙的零售额分别为48.2亿美元、35.8亿美元和24.8亿。排名4、5位的法国和荷兰的零售额分别为10.6亿美元和7.8亿美元。

近年来欧盟（含英国）无糖软饮的市场份额略有增长，其中英国市场的份额增长较多，德国的无糖软饮消费量保持稳定，而西班牙市场上各无糖饮料品牌的占有率变动较大。根据Canadean和UNESDA，在将英国市场统计在内的情况下，无糖软饮在欧盟28国软饮料市场上的占有率从2011年的21%提升至2017年的24%。

liaohan.net nblax520.com

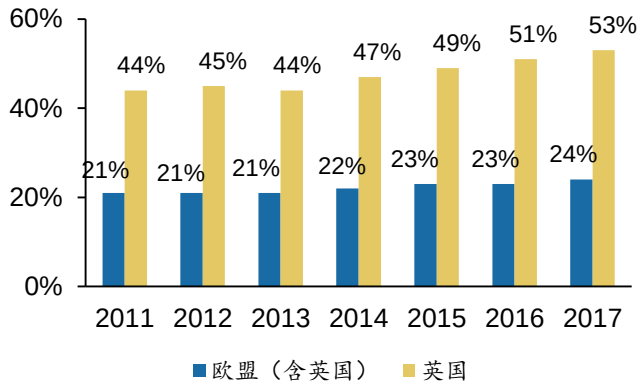
lax889889.com 299520.xyz

图 24：2018年部分欧洲国家无糖/低糖碳酸饮料的零售额（亿美元）



数据来源：AAFC，GlobalData，广发证券发展研究中心

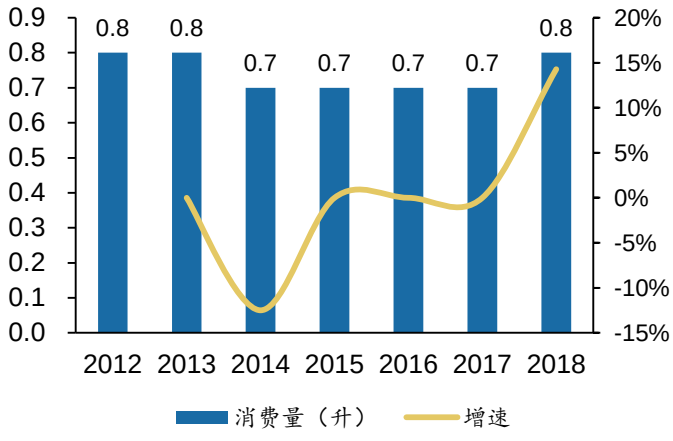
图 25：无糖/低糖饮料在欧洲（含英国）和英国的市场份额



数据来源：Canadean，UNESDA，广发证券发展研究中心

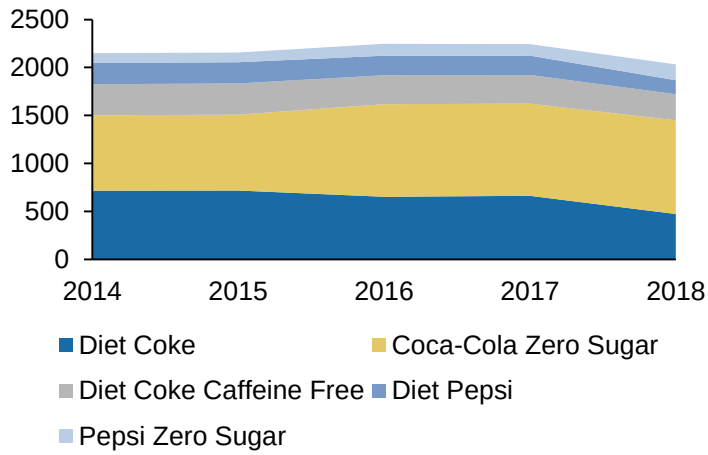
其中，2017年英国市场上无糖软饮市场份额达到了53%；德国市场在2012年至2018年间，其人均无糖饮料的消费量保持相对稳定；根据Kantar Media对可口可乐和百事可乐在西班牙市场上的消费人数调查，近年来两品牌旗下的无糖饮料产品的占有率波动较大——2014年至2018年Diet Coke、Diet Coke Caffeine Free、Diet Pepsi的消费人数分别减少34.0%、16.1%和34.3%，而Coca-Cola Zero Sugar和Pepsi Zero Sugar则分别增加了24.3%和62.7%。总体而言，上述无糖饮料品牌在西班牙的消费人数在统计期间减少了5.4%。

图 26：德国无糖软饮料人均消费量(升)



数据来源：wafg，Statistisches Bundesamt，广发证券发展研究中心

图 27：西班牙市场无糖/低糖可乐的消费人数（万）



数据来源：Kantar Media，广发证券发展研究中心

3.国内无糖饮料市场分析

近年来国内消费者健康意识增强，无糖饮料销量增幅明显。尼尔森（Nielsen）2019年数据显示，82%的中国消费者愿意在健康饮品上花费更多，高于68%的全球水平。在国内碳酸饮料市场上，无糖碳酸类饮料的销售份额为由2017年2.2%增加至2019

liaohan.net nblax520.com

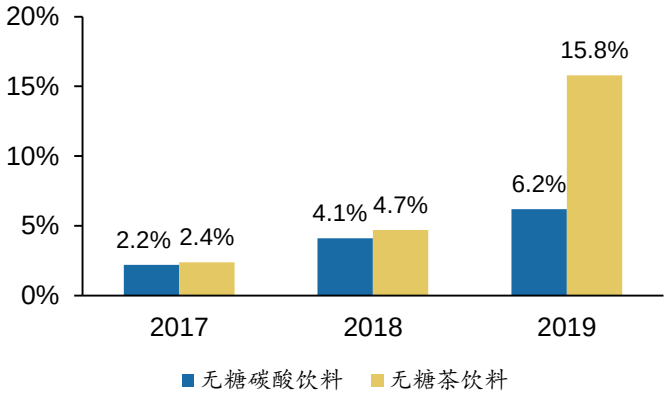
lax889889.com 299520.xyz

年的6.2%。在茶饮料市场上，2017、2018年近无糖/低糖茶的市场份额分别为2.4%和4.7%，2019年则增加至15.8%。除此以外，豆奶、乳酸菌、山楂饮料等领域也相继推出出现无糖或低糖产品（《无糖碳酸增长68%、桃子口味异军突起》，《糖烟酒周刊》，作者王妍）。

本土无糖饮料品牌元气森林在过去三年内迅速走红。元气森林成立于2016年，是一家互联网+的饮料公司,其产品以健康、无糖为主要卖点。根据澎湃网，元气森林在2020年上半年的销售额超过8亿，仅5月的销售额就达到2.6亿——这一数据超过2018全年销售总和。电商渠道上，元气森林在天猫618购物节中的销售额超过可口可乐，成为水饮品类榜单第一名；在京东在饮料品类榜单上，元气森林京东旗舰店销量增量3.8万，环比上涨61.7%，旗下元气森林白桃苏打气泡水以4万月销量位居热销商品榜第12名。另据天眼查数据，元气森林已完成4轮融资，估值达到40亿元人民币。元气森林首个自建生产基地已经在安徽滁州落成，其中一期投产后将拥有3条高速生产线，可生产燃茶、苏打气泡水、乳茶、功能性饮料，年产量可达4.5亿瓶。

除了元气森林外，国内销量较高的无糖饮料品牌还有健怡可口可乐、零度可口可乐、百事极度、零卡（零度）雪碧、纤维可乐、纤维雪碧、零卡芬达以及三得利乌龙茶、东方树叶、伊藤园浓茶、减之苏打水等品牌。

图 28：国内无糖碳酸类饮料的销售份额



数据来源：《无糖碳酸增长 68%、桃子口味异军突起》，《糖烟酒周刊》，王妍，广发证券发展研究中心

四、海外代糖代表企业

(一)泰莱公司

泰莱公司（Tate & Lyle PLC）是总部位于英国的全球工业市场食品和饮料成分供应商，其专长是将玉米和木薯粉等原料转化为能增加食物和饮料口感、质地和营养的原料。泰莱公司最初为制糖企业，从1970年代开始多元化发展，最终在2010年放弃了制糖业务。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

表 7：泰莱公司及Splenda发展历程

时间	事件	详情
1859 年	亨利·泰特（Henry Tate）进入制糖业务	亨利与位于利物浦 Manesty Lane 的制糖厂 John Wright 建立了合作关系。他们的合伙企业于 1869 年结束，泰特的两个儿子阿尔弗雷德（Alfred）和埃德温（Edwin）加入了亨利·泰特父子（Henry Tate & Sons）公司。
1875 年	泰特将方糖引入英国	方糖由 Eugen Langen 和 David Martineau 于 1875 年在德国发明。同年，亨利·泰特（Henry Tate）购买了该技术的权利，并将方糖引入英国。
1878 年	亨利·泰特父子（Henry Tate & Son）在伦敦 Silvertown 开办了泰晤士制糖厂	这一阶段英国小型家族制糖厂众多，在这个竞争激烈的市场中，亨利·泰特和艾布拉姆·莱尔（Abram Lyle）开始了各自的制糖业务，泰晤士制糖厂专门生产方糖。
1883 年	艾布拉姆·莱尔父子（Abram Lyle & Sons）在伦敦开设了 Plaistow 制糖厂	艾布拉姆·莱尔父子（Abram Lyle & Sons）开始在 Plaistow 精炼厂融糖，距亨利·泰特父子（Henry Tate&Son）的 Thames 精炼厂只有很短的距离。莱尔的金糖浆系列推出即受到热捧。
1921 年	泰特与莱尔合并	竞争对手企业，亨利·泰特父子公司（Henry Tate & Sons）和艾布拉姆·莱尔父子（Abram Lyle & Sons）合并，他们精炼了约 50％的英国糖。经过策略性的合并，这家新公司将成为糖业市场上的一支稳定力量。
1935 年	FT-30 索引创建	Tate & Lyle 是 FT-30 指数的创始成分股之一，至今仍是该指数中唯一仍在上市的成分股。
1939 年	泰晤士制糖厂成为世界上最大的蔗糖精炼厂	泰晤士制糖厂成为当时世界上最大的蔗糖精炼厂，每周的产量约为 14000 吨。。
1965 年	收购联合糖蜜（United Molasses）公司	通过收购糖蜜联合公司（原名为马奎斯 Marquis），泰特莱尔公司成为糖蜜贸易的全球领导者。
1976 年	三氯蔗糖被发现	泰莱公司与伦敦大学伊丽莎白女王学院的研究人员合作发现了无热量甜味剂三氯蔗糖。泰莱公司与 McNeil Nutritionals LLC（强生公司旗下）合作开发了该产品，创建了 SPLENDA®三氯蔗糖，中文名又称善品糖。
1998 年	美国批准使用三氯蔗糖	1998 年美国食品药品监督管理局（FDA）批准将三氯蔗糖用作餐桌甜味剂，次年 Splenda 三氯蔗糖产品进入美国市场
1999 年	Splenda 在美国上市	1999 年 Splenda 的三氯蔗糖产品在美国上市
2004 年	负责三氯蔗糖的生产	2004 年 4 月，泰莱公司与麦克尼尔营养品有限责任公司（McNeil Nutritionals LLC）重新达成协议，泰莱公司成为 SPLENDA®三氯蔗糖的唯一制造商，并负责向食品和饮料制造商提供该产品作为配料的全球销售，而麦克尼尔公司拥有 SPLENDA®商标，并负责全球销售和市场营销。
2007 年	Splenda 在新加坡的三氯蔗糖工厂建成投产	新的三氯蔗糖工厂在新加坡裕廊岛建成投产。
2010 年	出售食糖和糖蜜业务	该公司将其食糖业务（欧盟业务，包括莱尔的 Golden Syrup 品牌）出售给了美国制糖公司（American Sugar Refining，ASR），并关闭了精炼糖业务。 “Tate & Lyle Sugar”被授权给 ASR。同年晚些时候，全球糖蜜和储存业务开始萎缩。
2010 年	欧洲聚葡萄糖生产线投产	泰莱公司在荷兰 Koog 的工厂启用了一条新的 STA-LITE® Polydextrose 生产线。STA-LITE®聚葡萄糖为一种可溶性纤维，是一种优质的低热量填充剂。
2013 年	收购 Biovelop 公司	泰莱公司收购了瑞典燕麦β-葡聚糖生产商 Biovelop。燕麦β-葡聚糖是一种获得广泛认可的健康可溶性纤维。
2014 年	收购 Winway Biotechnology（中国）	Winway Biotechnology Nantong 是聚葡萄糖纤维的领先生产商，收购方案完成之后成为泰莱公司在荷兰和美国以外的第三家聚葡萄糖工厂。
2015 年	Heartland Food Group 收购	总部位于美国的 Heartland Food Group 宣布从强生子公司 McNeil Nutritionals 手中收购

liaohan.net nblax520.com

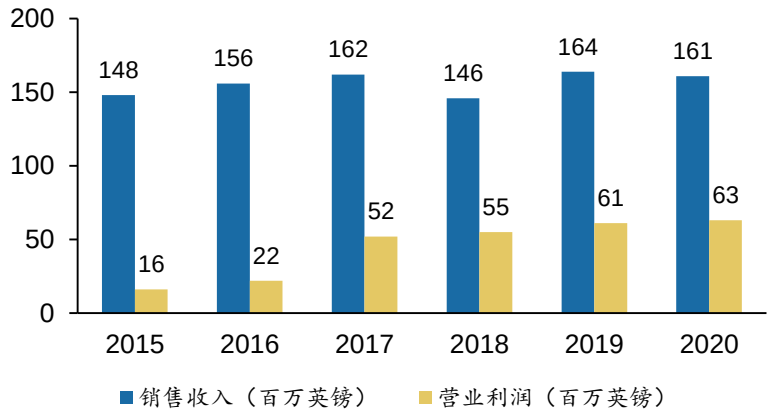
lax889889.com 299520.xyz

	Splenda	Splenda。前者主要生产低热量甜味剂、营养饮料和饮料配料。
2016 年	新加坡 SPLENDA®三氯蔗糖工厂关闭	泰莱公司对 Splenda 三氯蔗糖业务进行了重组，关闭了位于新加坡的工厂，将生产整合到美国阿拉巴马州的单一工厂。
2018 年	投资 Sweet Green Fields 公司	泰莱公司收购 Sweet Green Fields 公司 15%的股权，成为其投资组合的全球独家经销商。Sweet Green Fields 是全球最大的私营、完全整合的甜菊糖制造商之一。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

根据泰莱公司年报，公司2020财年（2019年4月1日-2020年3月31日）三氯蔗糖业务实现营收1.62亿英镑，较2019财年略有下滑，除了2018财年三氯蔗糖业务收入下滑较多之外，泰莱三氯蔗糖业务2017-2020财年均保持平稳。营业利润方面，公司三氯蔗糖业务2020财年实现营业利润6300万英镑，延续了2015财年以来连续增长势头。

图 29：泰莱公司三氯蔗糖业务的营收情况



数据来源：泰莱公司年报，广发证券发展研究中心

(二) 坎伯兰包装公司

坎伯兰包装公司是一家成立于纽约布鲁克林的家族企业，主营食品制造和包装,旗下主要有糖精品牌Sweet'N Low和甜菊糖品牌Stevia In The Raw。

1.1990年代推出其他甜味剂产品

当1982年NutraSweet上市时，它的关键成分阿斯巴甜就获得了独家专利，之后该品牌被孟山都(Monsanto)收购，孟山都花费了大量资金支持其产品。到1990年代初，阿斯巴甜被应用到美国4,000多种食品和饮料产品中。美国在NutraSweet上的专利于1992年到期。

90年代初坎伯兰与德国化学公司Hoechst Celanese建立了合作关系，推出了以安赛蜜（乙酰磺胺酸钾）为原料的Sweet One（在欧洲叫做Sunette）。安赛蜜具有NutraSweet所缺乏的一些关键特性：在高温下稳定，可用于烘焙和糖果制造。1993年坎伯兰转向了一种名为Sweet'N Low 2的新产品，该产品是糖精、阿斯巴甜和安赛蜜的混合物。同时期NutraSweet也阿斯巴甜-糖精混合物，以迎合偏爱糖精口味的消

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

费者。同年年，坎伯兰郡还推出了100%阿斯巴甜甜味剂NatraTaste，当年的销售额即达到6900万美元。

在1990年代，坎伯兰的市场份额保持在25%至30%之间，销售额仍在增加。1998年（FDA）批准将三氯蔗糖用作餐桌甜味剂，次年Splenda三氯蔗糖产品进入美国市场，Sweet'N Low开始受到其冲击。

2.进入21世纪后拓展In The Raw产品线

进入21世纪后，公司不断拓展其天然甜味剂品牌线In The Raw，推出了以甜叶菊为原料的Stevia In The Raw（2008年），以龙舌兰为原料的Agave In The Raw（2011年），以罗汉果为原料的Monk Fruit In The Raw（2012年）等品牌。2012年，Stevia In The Raw的零售额突破5000万美元，超过了Sugar In The Raw。2017年，Stevia In The Raw又推出了有机甜菊糖产品。

2013年1月1日，Cumberland Packing Corp.完成了内部公司重组，Butter Buds Food Ingredients Division单独成立为Butter Buds公司。重组后，Cumberland Packing Corp.和Butter Buds, Inc.合并，成立了Cumberland Worldwide Holdings集团。

表 8：坎伯兰包装公司大事记

时间	事件	详情
1947 年	坎伯兰包装公司成立	艾森斯塔特（Eisenstadt）在美国纽约成立了坎伯兰包装公司（Cumberland Packing），该公司与制糖商签订合同，制作单份糖包。
1957 年	Sweet'N Low 推出	坎伯兰推出 Sweet'N Low，这是一种粉红色包装、以糖精和甜蜜素为原料的颗粒状糖替代品
1969 年	FDA 宣布甜蜜素禁令	FDA 于 1969 年宣布了对甜蜜素的禁令，随后公司设计出一种用糖精制成但不添加甜蜜素的 Sweet'N Low 新配方。
1977 年	FDA 宣布糖精禁令，后推出折中方案	FDA 于 1969 年宣布对糖精的禁令，遭到大众反对。国会采取行动阻止 FDA 禁令的生效，最终折中的解决方案是要求产品包装上印刷糖精可能致癌的警告标签。
1980 年	市场份额不断扩大	警告标签并未影响 Sweet'N Low 的销量，其在 1980 年的销售额接近 4.5 亿美元，占据美国人造甜味剂市场 80%的市场份额。
1982 年	NutraSweet 推出，Sweet'N Low 遭受冲击	1982 年 NutraSweet 的阿斯巴甜产品以及其姊妹产品 Equal 的推出，Sweet'N Low 销量保持增长，但其市场份额从 1980 年的 80%下降到 1983 年的 73%，到 1984 年下降至 66%。
90 年代初	Sweet One 推出	与德国化学公司 Hoechst Celanese 合作，推出了以安赛蜜为原料的 Sweet One（在欧洲叫做 Sunette）。
1993 年	Sweet'N Low 2 和 NatraTaste 推出	推出糖精、阿斯巴甜和安赛蜜的混合物甜味剂 “Sweet'n Low 2”的新产品和 100%阿斯巴甜甜味剂 NatraTaste，后者在推出当年的销售额即达到 6900 万美元。
1995 年	陷入非法竞选捐款问题	时任公司副董事长承认其非法竞选捐款问题，公司因此遭受重大打击。
2008 年以来	拓展其天然甜味剂品牌线 In The Raw	公司不断拓展其天然甜味剂品牌线 In The Raw，推出了以甜叶菊为原料的 Stevia In The Raw（2008 年），以龙舌兰为原料的 Agave In The Raw（2011 年），以罗汉果为原料的 Monk Fruit In The Raw（2012 年）等品牌。
2013 年	公司重组	Cumberland Packing Corp.完成了内部公司重组，Butter Buds Food Ingredients Division 单独成立为 Butter Buds 公司。重组后，Cumberland Packing Corp.和 Butter Buds, Inc.合并，成立了 Cumberland Worldwide Holdings 集团。

数据来源：坎伯兰包装公司官网，广发证券发展研究中心

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

（三）Merisant 公司

Merisant Company是全球无糖/低糖甜味剂的领先制造商，是MacAndrews & Forbes的全资子公司，总部位于美国伊利诺斯州的芝加哥。该公司由原孟山都公司的甜味剂业务组成，该业务于2000年被一群投资者收购。2014年，Merisant被MacAndrews & Forbes收购。Merisant的产品销往全球90多个国家和地区，旗下有以阿斯巴甜为基础的人造甜味剂品牌怡口（Equal）和Canderel，以及由百事可乐公司与其全资子公司Whole Earth共同研发的甜菊糖品牌Pure Via。。

1.GD Searle和孟山都时期

Merisant成立于2000年，但其主要产品阿斯巴甜的历史可以追溯到20世纪60年代。1965年，GD Searle公司的科学家James Schlatter发现了阿斯巴甜，随后公司创建了阿斯巴甜品牌NutraSweet。FDA最初于1974年批准了将阿斯巴甜用于食品添加剂，但由于担心甜味剂可能对动物的脑部造成伤害，第二年撤回了批准。经过彻底的重新测试后，阿斯巴甜于1979年在法国和1981年在美国获得了批准。到1983年，阿斯巴甜在几乎整个欧洲都被批准为食品添加剂。

Searle将阿斯巴甜作为餐桌甜味剂销销往食品服务行业。在法国，该产品以片剂形式出现，名为Canderel；在美国，该产品以单份包装的形式包装，名称为怡口（Equal）。随后，阿斯巴甜以NutraSweet品牌出售给食品和药品制造商，用于诸如药物、谷物和甜点的制备。1983年，阿斯巴甜被批准用于碳酸饮料中，而NutraSweet作为低热量饮料的一种成分，在人造甜味剂市场中占据了主导地位。到1985年，阿斯巴甜的销售额突破7亿美元。

1985年，GD Searle被农产品与化工巨头孟山都（Monsanto）公司收购，次年NutraSweet被拆分为独立公司。随着公司关于阿斯巴甜（基本上是其唯一产品）的专利即将在1992年到期，并且包括基于糖精的Sweet'N Low和三氯蔗糖的Splenda等甜味剂在内的竞争对手获得了越来越多的市场份额，公司开始开发新的甜味剂以使其产品基础多样化。

2.Merisant时期

2000年3月，孟山都与其他两家公司合并，成立了Pharmacia Corporation。同年，NutraSweet被出售给私募股权公司J.W. Childs，怡口（Equal）和Canderel则被Tabletop Holdings收购，后者由Pegasus Capital Advisors、计算机巨头Michael Dell的MSD Capital和Brener International组成的投资集团。新公司于2000年3月20日以Merisant的名义正式成立。当时，该公司的19个品牌的销售额约为4亿美元，约占全球餐桌人造甜味剂市场的三分之一。

阿斯巴甜在产品稳定性和烹饪中的使用方面有明显的局限性。为此，Merisant重塑品牌，并将其广告投放到与Splenda不同的市场。Splenda面向有健康意识的年轻人（尤其是女性）销售，Equal则面向老年人市场，该市场更多关注的是能否摄入糖的问题（例如糖尿病和肥胖症群体）。尽管如此，来自Splenda和Sweet'N Low的竞争仍然激烈。2003年，Equal、Splenda和Sweet'N Low在美国市场份额分别为25.6%、

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

37.3%、17.8%。

2009年Merisant申请破产保护。2014年，百事可乐公司与其全资子公司Whole Earth共同研发的甜菊糖品牌Pure Via。2014年，Merisant被MacAndrews & Forbes公司收购。2018年7月，Manus Bio公司收购了位于佐治亚州奥古斯塔的原NutraSweet工厂后更新了工厂的基础设施，并推出了纽甜品牌NutraSweet Neotame。2019年1月，Merisant作为Amazon Accelerator计划的一部分，专门为亚马逊推出了Sugarly Sweet系列甜味剂。

表 9：Merisant公司大事记

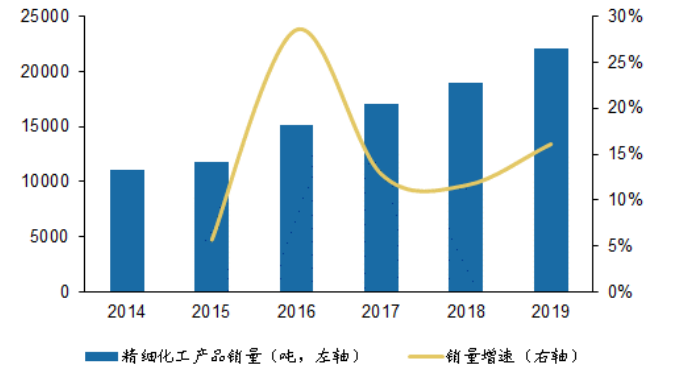
时间	主要事件
1965年	GD Searle公司的研究科学家James Schlatter发现了阿斯巴甜。NutraSweet品牌名称已创建。
1974年	阿斯巴甜获FDA批准，但不久就被撤回以调查其对动物造成脑损伤的说法。
1979年	阿斯巴甜在法国获得批准；Canderel在法国市场推出。
1981年	阿斯巴甜获得FDA批准；平等品牌在美国消费市场推出；NutraSweet销往食品，饮料和制药行业。
1985年	孟山都收购GD Searle。
1986年	NutraSweet拆分为独立的公司。
2000年	孟山都将品Equal和Canderel出售给Merisant公司，NutraSweet则被私募股权公司J.W. Childs收购
2009年	Merisant申请破产保护
2011年	百事可乐公司与Merisant全资子公司Whole Earth共同研发的甜菊糖品牌Pure Via
2014年	Merisant被MacAndrews & Forbes公司收购。

数据来源：Merisant公司官网，广发证券发展研究中心

五、相关标的：金禾实业

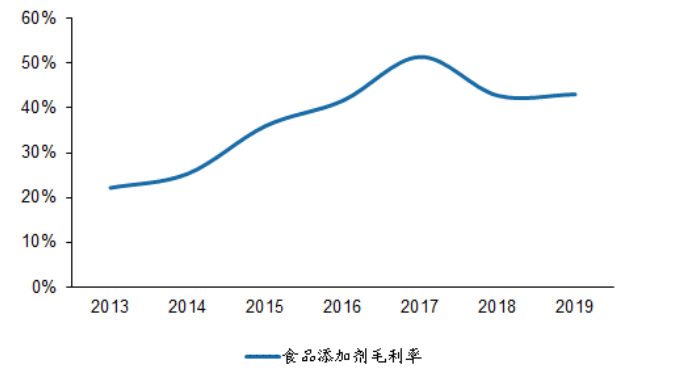
公司食品添加剂业务持续增长，盈利能力稳定。年报显示，2019年公司精细化工品（主要为食品添加剂）销量为2.21万吨，同比增长16%，食品添加剂业务毛利率为43%，较2018年提升0.28pct。

图 30：金禾实业精细化工品销量



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 31：金禾实业食品添加剂毛利率



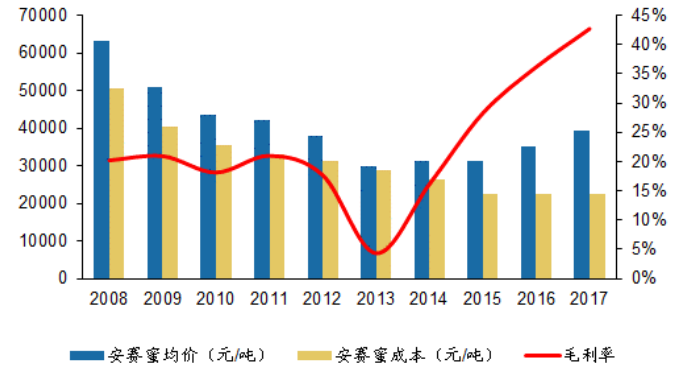
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

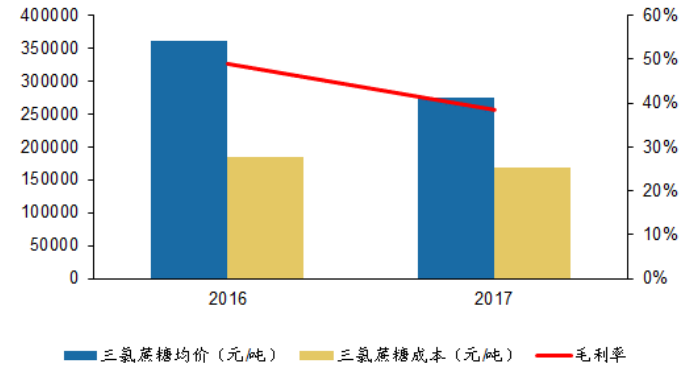
产业链配套日趋完善，降本增效提升产品竞争力。公司在安赛蜜成功的发展路径，其中有一点就是持续降低成本，熬过价格低迷阶段，并完成逆势扩张，在后续产品价格回升的阶段享受量增降本的双击。公司在定远循环经济产业园一期新建项目是围绕糠醛、双乙烯酮等产品打通上下游产业链，有利于实现产业链横向、纵向一体化建设，形成上下游协同效应，降低公司综合成本。其中麦芽酚、三氯蔗糖的主要原材料糠醛、氯化亚砜得以逐步配齐。2019年，一期项目中先行建设的年产4万吨氯化亚砜、年产1万吨糠醛、30MW生物质锅炉热电联产等项目顺利建设，并进入试生产状态。

图 32：金禾实业安赛蜜售价及成本变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 33：金禾实业三氯蔗糖售价及成本变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

从公司年报披露的三氯蔗糖项目实现的经济效益看，2017年三氯蔗糖价格高企，2018年之后产品价格持续下降。但是公司凭借自身优势，三氯蔗糖项目在2019年价格低迷的情况下依然取得了突出的效益。随着后续定远一期项目逐步达产，公司三氯蔗糖新项目逐步落地，公司在三氯蔗糖领域有望复制安赛蜜的成功路径。

表 10：公司三氯蔗糖项目效益情况

项目	报告期	效益情况
1500 吨/年三氯蔗糖项目	2017 年	实现效益 10942 万元
	2018 年	实现效益 5116 万元
	2019 年	实现毛利 12705 万元，实现净利 7519 万元
三氯蔗糖技改扩建项目	2019 年	实现毛利 9528 万元，实现净利 5640 万元

数据来源：公司 2017-2019 年报、广发证券发展研究中心

持续扩张不止步，剑指全球食品添加剂领域优势企业。公司在2019年12月陆续披露了下一阶段重点项目的建设计划，其中三氯蔗糖及麦芽酚扩建项目若顺利完成，公司三氯蔗糖产能将进一步增至8000吨，麦芽酚产能将增至9000吨，公司行业地位将进一步稳固。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

表 11：金禾实业拟建项目情况

项目名称	项目投资	建设周期	预计实现年均营收	
5000 吨三氯蔗糖项目	8.64 亿元	18 个月	10.27 亿元	
5000 吨甲乙基麦芽酚项目	5.21 亿元	12 个月	5.68 亿元	
调整金禾实业循环经济产业园一期部分规划项目	3.60 亿元	12 个月	10.88 亿元	建设年产 4500 吨佳乐麝香溶液、5000 吨 2-甲基呋喃、3000 吨 2-甲基四氢呋喃、1000 吨呋喃铵盐等项目

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

六、风险提示

低糖/无糖食品及饮料需求增长不及预期；食品安全事件；甜味剂产品更新迭代风险；重大安全、环保事故。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

广发基础化工行业研究小组

何　　雄：资深分析师，剑桥大学材料化学博士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
吴 鑫 然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
郭 齐 坤：山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

START YOUR FINANCE

起点财经，网罗天下报告

liaohan.net nblax520.com